

目次

第一回講義 連邦準備制度の起源と任務…………… 1

講義の内容と計画 4

中央銀行の任務と政策手段 6

中央銀行の起源 10

金融パニックとは 11

金融パニックと中央銀行の最後の貸し手機能 15

金本位制・制度と問題点 21

連邦準備制度の設立 29

大恐慌 32

大恐慌時の連邦準備の金融政策 40

ルーズベルトの政策 43

質疑応答 45

第二回講義 第二次大戦後の連邦準備…………… 55

前回のまとめと本日の講義予定 55

| | |
|-----------------------------|-----|
| 第二次大戦の終結と連邦準備の独立性の獲得 | 57 |
| マーチン議長…風に向かって立つ金融政策 | 59 |
| バーンズ議長…インフレ期待の定着 | 63 |
| ヴォルカー議長…インフレ期待を払拭した強力な引締め政策 | 67 |
| グリーンズパン議長…グレート・モデレーション | 71 |
| 住宅バブルの発生…借り手側の問題 | 77 |
| 住宅バブルと貸し手側の問題 | 87 |
| 連邦準備の金融政策が住宅バブルの原因の一つだろうか | 96 |
| 危機の経済的影響 | 100 |
| 質疑応答 | 104 |

第三回講義 金融危機に対する連邦準備の対応

.....

| | |
|----------------------|-----|
| 前回のまとめと本日の計画 | 119 |
| 公的部門の脆弱性 | 121 |
| 新種のモーゲージとその証券化の発達 | 123 |
| 二〇〇八年、及び二〇〇九年の金融パニック | 130 |
| 金融危機に対する政策対応 | 136 |

訳者あとがき

.....

第四回講義 金融危機の余波

.....

| | |
|-------------------------|-----|
| ケース・スタディ…マネー・マーケット・ファンド | 145 |
| ケース・スタディ…ベア・スターンズとAIG | 155 |
| 危機の経済的結末 | 160 |
| 質疑応答 | 165 |

| | |
|----------------------|-----|
| これまでのまとめと本日の計画 | 181 |
| 連邦準備と財務省および海外当局との協力 | 182 |
| 伝統的金融政策 | 187 |
| 非伝統的な金融政策 | 190 |
| 金融政策に果たすコミュニケーションの役割 | 202 |
| 緩やかな景気回復プロセス | 204 |
| アメリカの潜在的な成長力は強い | 216 |
| 金融規制改革 | 219 |
| 結び…危機から得た教訓 | 226 |
| 質疑応答 | 228 |

第一回講義 連邦準備制度の起源と任務

ジョージ・ワシントン大学ビジネススクール
二〇一二年三月二〇日、一二・四五

スティーブ・ナツプ総長…みなさんこんにちは。ここにいる学生諸君は私が誰だか知っているといます。放送をご覧になっているみなさま、私はジョージ・ワシントン大学総長のスティーブ・ナツプです。本日、連邦準備制度理事会議長のベン・バーナンキ博士を講師にお迎えし『連邦準備制度と今日の経済におけるその役割についての考察』と題する連続講義の第一回を開催することを本日にうれしく存じます。この席に、本大学のネルソン・カーボネルとマーク・シエンクマンの二名の理事、また、多数の教員が聴衆として参加されていることをうれしく思っております。彼らのうちの何人かにはこの連続講義の後半に教えていただくことになっています。本日は、本学の連続講義の第一回ですが、現職の連邦準備制度理事会議長が講義をしてくださいます。この教室にいる学生にとってはまったくよい機会であります。また、オンラインでご覧になっているみなさまにとっても同様でしょう。みなさんは、

国の中央銀行制度とわが国と世界に影響を及ぼす広範な問題についての洞察を得るよい機会をもったのです。学生諸君にはマイクロフォンが用意されています。議長の話義が終わった後に学生諸君はマイクロフォンを使って発言してください。活発な質疑応答がなされることを期待しています。ここで、連邦準備制度理事会議長のベン・バーナンキ博士をご紹介します。バーナンキ博士は二〇〇六年に議長に就任し、現在は二期目を務めておられます。博士は連邦公開市場委員会の議長も務めておられます。バーナンキ博士は議長に任命される前にも理事会の理事、そして客員教授として、ニューヨーク連邦準備銀行の学術諮問会議メンバーといった役割で連邦準備制度と関連をもっておられました。また、二〇〇五年六月から二〇〇六年一月まで大統領経済諮問委員会委員長を務められました。

学界でバーナンキ議長を知らない人はいません。彼は、プリンストン大学、スタンフォード大学、ニューヨーク大学またマサチューセッツ工科大学の教授会メンバーでした。議長はグッゲンハイム助成金とスローン助成金を得ています。計量経済学会とアメリカ芸術科学アカデミーの特別会員でもあります。バーナンキ議長はハーバード大学で学士号をMITで博士号を取得しました。それでは、連邦準備制度理事会議長バーナンキ博士をお迎え

しましう。

バーナンキ議長・ナツプ総長、ご紹介ありがとうございます。これは素晴らしい。今のよ
うな仕事に就く前の二三年間、私はこうして教壇に立っていました。大学生たちと討論する
のはいつも楽しみでした。そういうわけで、お会いできてありがたく思います。活発な意見
交換ができることを期待しています。ナツプ総長とフォート教授、それにジョージ・ワシン
トン大学に特に感謝申し上げます。ここに居る誰もが知っているように、この講義は正規の
授業の一環であり、私が講義した後には他の教授たちが連邦準備の他の側面について語るこ
とになっています。ここでは、諸君は様々な見解を聴くことになるでしょう。それは素晴ら
しいことです。諸君は小論文やレポートを書くことを求められ、私は論文のいくつかを読む
ことになるでしょう。わたしはそれを楽しみにしています。

さて、^{訳注1}スライドを使って話を始めましょう。それは、関心をもっている他の人々にもこの

1 「訳注」バーナンキ議長はパワーポイントを使って講義をしました。そのスライドは連邦準備のホームページで
みることができます。本書では、講義を理解するうえで必要なものに絞って紹介しています。

講義を利用できるようにすることもある程度意図しているからです。これらのスライドは講義が進むのにあわせ、連邦準備のホームページに掲載する予定です。ですから、諸君が追加のコピーを必要とするなら、どうぞ自由に利用してください。ナツプ総長が述べたように、私は説明資料にそって講義をしますが、最後に、質疑応答を行いたいと思っています。

講義の内容と計画

それでは始めましょう。私が四回の講義で話そうと思っっているのは連邦準備と金融危機に関することです。これについての私の考察は経済史家としての私の経験にかなり左右されています。ただかここ数年に生じた問題を議論するのに、過去何世紀にもわたって行われてきた中央銀行業というより広範な背景のもとで、それを考察することがもつとも賢明であると思うのです。したがって、講義の長い時間を、特に来週は、金融危機とそれに対して連邦準備がどう対応したかに焦点を当てて話すために使いますが、われわれは過去に遡りこの問題をより広範な背景から見ることがあると思います。そこで、連邦準備について語る際に、一般的に中央銀行の起源と任務について説明し、次に、かつての金融危機に触れます。そのもつとも有名なものが大恐慌です。そして、そうした経験が、最近時の危機における連邦準

備の行動と決定にどのように影響を与えたかをみます。四回の講義の行程を示しましょう。今日の第一回講義では、最近時の危機には一切触れません。中央銀行とは何か、中央銀行は何を行っているかを説明し、アメリカにおいて中央銀行業はどのようにして始められたのかに関して歴史を遡ります。連邦準備が最初の大きな難問である一九三〇年代の大恐慌にかかり組んだかを説明します。木曜日の第二回の講義では歴史を取り上げます。中央銀行業の発展と第二次大戦後の連邦準備を回顧します。インフレーションの克服、グレート・モデレーション（超安定化）、その他の第二次大戦後に起こった出来事について説明します。また、第二回の講義では、かなり時間をかけて最近時の危機の形成と二〇〇八年、二〇〇九年の危機につながった要因のいくつかについて説明します。

そして来週は、より最近時の状況を説明します。第三回の講義では、金融危機の緊迫時期、危機の原因、危機がもたらした様々な結果、そして特に、連邦準備や他の政策立案者が行った危機への対応について説明します。最後の第四回の講義では、危機の余波について考察します。危機に続いて生じた不況、連邦準備による金融政策を含む対応、金融規制の変更というより広範な対応、そして、今回の経験が中央銀行の運営をどのように変えるのか、また、

連邦準備は今後どのように運営されるのか、将来を見据えた議論も少し行おうと思います。

中央銀行の任務と政策手段

さて、一般的に中央銀行とは何であるかについて説明しましょう。経済学の予備知識を少し持っている人は、中央銀行は通常の銀行ではないことを知っています。中央銀行は政府の機関であり、それは一国の貨幣・金融システムの中心に位置しています。中央銀行は非常に重要な制度であり、現代的な金融システムの発展を誘導する手助けをし、また、経済政策上主要な役割を果たしています。過去からいろいろな取り決めがありました。今日では、事実上、すべての国が中央銀行をもっています。アメリカは連邦準備、日本は日本銀行、「カナダは」カナダ銀行、などです。主な例外は、多数の国が共同で一つの中央銀行を共有する通貨同盟と呼ばれる場合のみです。特に重要なその例は、共通通貨ユーロを共有する一七の欧州諸国の中央銀行である欧州中央銀行です。ただ、その場合でも、加盟各国は自国の中央銀行をもっており、それらはユーロ全体のシステムの一部となっています。このように中央銀行はいまや普遍的であり、もともと小さな国々でも普通は中央銀行をもっています。さて、ここで非常に重要な問題は、中央銀行は何をしているかです。中央銀行の任務は何でしょう

か。この講義を通じて私が議論を進める際に中央銀行が行う大きな二つの面について説明しておく都合がよいでしょう。その第一はマクロ経済の安定を達成しようと務めることです。それは、一般的に経済の安定的な成長を意味します。経済が大きく振れたり、不況に陥ったりするのを避け、また、インフレーションを低位で安定的に維持することです。中央銀行のもう一つの機能は、この講義で明らかに多くの注目を集めると思いますが、金融を安定化させる機能です。中央銀行は、通常時は金融システムが機能し続けるように努めます。そして非常時には、中央銀行は金融パニック、金融危機を防止しようと務め、その防止に成功しなかったとしても金融パニック、金融危機を和らげようと努めます。二つの機能が何であるかもう少し説明しましょう。これらの大きな二つの目的を達成するために中央銀行が使用する手段はなんでしょうか。非常に単純な言葉でいえば、基本的には二組の手段があります。経済安定化に対する主要な手段は、金融政策です。これは、みなさんがご存知だと思います。通常時には、連邦準備は、例えば短期金利を引き上げ、あるいは、引き下げることができます。連邦準備はオープン（公開）^{訳注2}市場で証券を売買することによってそれを行います。そし

2 「訳注」オープン（公開）市場とはインター・バンク市場（銀行のみが参加できる市場）に対して、銀行以外の企業や投資家が参加できる市場をいう。

て、通常時に、もし経済があまりにゆっくりと拡大しているか、インフレーション（物価上昇）があまりにも低くなりすぎたなら、連邦準備は金利を引き下げて経済を刺激することができます。低金利は、支出、例えば住宅の取得、建設、企業による投資、借入を助長する他の広範な金利に影響を与えます。つまり低金利は、より多くの需要、より多くの支出とより多くの投資を引き起こします。そして、それが成長のより強い推進力を生み出します。したがって、経済を刺激するには金利を引き下げます。そして同様に、経済があまりに加熱し、インフレーションが問題となった場合には、中央銀行の通常の手段は金利を上げることです。アメリカでフェデラル・ファンド金利と呼ばれているオーバーナイトの金利を引き上げることにより、より高い金利がシステムに浸透し、借入、住宅購入、自動車購入、あるいは資本財投資のコストを引き上げ、それが経済を鈍化させ過熱圧力を減少させることになります。このように、金融政策は経済が成長とインフレーションの双方において概ね安定を保つようにするために何年もの間利用されてきた基本的な手段なのです。

さて、中央銀行が金融パニックや金融危機に対処するのに用いる主な手段は、皆さんにはやや馴染みが薄いでしょう。その手段とは流動性の供給です。金融安定の懸念に対処するた

めに、また、私がこれから説明する理由により、中央銀行ができることは金融機関に短期の貸出を行うことです。これから説明するように、パニックや危機の期間に金融機関に短期の信用を供与することは、それらの機関が安定化することを促し、金融危機を和らげ、あるいは終息させるのに役立ちます。後で説明しますが、この活動は古くからあるもので、最後の貸し手機能として知られています。繰り返しますと、もし金融市場が混乱し、金融機関が資金調達の選択肢を失った場合、その時には、システムに流動性を供給し、それによって金融システムの安定化を促すために中央銀行が最後の貸し手として機能するよう準備しているのです。

なお、連邦準備が当初より持つており、また他の多くの中央銀行も持つている第三の手段があります。それは、金融の規制・監督です。中央銀行は、普通は銀行システムを監督し、銀行のポートフォリオのリスクの度合いを査定し、銀行業務が健全であることを確認します。そうすることによって、金融システムを健全に保とうとする役割を果たしています。金融システムが健全性を維持し、そのリスク・テイクキングが妥当な範囲に収まっている限りは、そもそも金融危機が生じる機会は減少します。ところでこの活動は、これについてはま

た後で触れますが、中央銀行に特有のものではありません。例えばアメリカでは、預金保険公社（FDI：Federal Deposit Insurance Corporation）や通貨監督官（OCC：Office of the Comptroller of the Currency）など多数の当局が連邦準備とともに金融システムを監督しています。このように、この手段は中央銀行に特有のものではないので、ここではあまり重要視しないで、二つの手段、すなわち、金融政策と最後の貸し手としての活動に焦点を当てていこうと思います。

中央銀行の起源

さて、中央銀行はどこから生じたのでしょうか。人々が認識していないと思われることの一つは、中央銀行は最近発達したものではないということです。中央銀行は非常に長い期間にわたって存在してきました。スウェーデンは三世紀半前の一六六八年に中央銀行を設立しています。イングランド銀行は一六九四年に設立され、何世紀の間ではないとしても、ゆうに何十年の間、世界で最も重要かつ影響力のある中央銀行でした。フランスは一八〇〇年に設立しています。このように、中央銀行の理論と実践は、繰り返しますが、最近のことではないのです。われわれ経済学者は、これらの問題を全体として、また、他の文脈で長い

間考察してきました。ところで、わたしはやや誇張したものいいをしたかもしれませんが。イングランド銀行は一六九四年にゼロから本格的な中央銀行として設立されたわけではありません。同行は当初は民間機関でした。同行は次第に貨幣の発行や最後の貸し手といった中央銀行の機能を備えていったのです。やがて、これらの中央銀行は本質的には政府機関になりました。今日すべての中央銀行は政府機関であります。これからお話する期間の大部分の時期において、中央銀行の一つの重要な責任は金を裏付けに紙幣を発行する金本位制を運営することでした。金については少し後で話します。

金融パニックとは

さて、前に述べた最後の貸し手機能は主として一九世紀により重要なものとなりました。一九世紀の初めにイングランド銀行はこの種の活動をたくさん行い、そのことに巧みになりました。後で述べるように、アメリカは一九世紀後半に銀行パニックで苦しんでいましたが、イギリスでは銀行パニックは非常にまれでした。したがって、イングランド銀行がある意味で模範を示したわけです。イングランド銀行はもっとも重要な中央銀行であり、同行は今日でもわれわれが使用している手段とアプローチを確立するのを助長したのです。金融パ

ニックが何であるかはあまりよく知られていないので、ここで少しお話ししましょう。金融パニックはある機関に対する信頼の喪失により誘発されるのが一般的です。これを説明する最善の方法は、よく知られた事例を紹介することでしょう。みなさんのうち何人が『素晴らしき哉、人生』^{訳注3}という映画を観たことがありますか。あまりいませんね。最近人々はクリスマス映画を以前ほどは観なくなつたのですかね。『素晴らしき哉、人生』のなかの銀行家ジミー・スチュアートが陥つた問題は、彼の会社に対する取り付けの恐れでした。取り付けとは何でしょうか。FDIC保険付き預金などの保険が存在する前のジミー・スチュアートのような状況を想像してみましょう。あなたが街角に銀行を所有しているとしましょう。ごく普通の商業銀行です。ワシントン第一銀行としましょう。この銀行は企業などに貸出をしています。そして、一般大衆から預金を受け入れることによって資金を調達しています。預金は要求払い預金です。要求払い預金とは、預金者が望むときにはいつでもお金を引き出せるものです。このことは、人々が買ひ物等の日常の活動に預金を使用するうえで重要です。

3 「訳注」一九四六年のアメリカ映画。主人公(俳優はジェームズ・スチュアート)は海外にでたいと希望していたが、父親の急死により稼業の建築貸付組合(住宅貸付をする組合組織の小規模金融機関)の経営を担うことになる。主人公の会社も取り付けに遭うが、日ごろの誠実な顧客対応から信用が厚く、ぎりぎりのところまで倒産は免れる。この映画はクリスマスにテレビ放映されることが多いという。